

每日投资策略

行业及个股点评

行业点评

中国消费行业 - 2024 展望：不均衡复苏延续；个股推荐顺序调整

我们预计 2024 年消费板块将延续 2023 年非均衡式的复苏态势。招银国际宏观团队预测明年社会零售总额将同比增长 7.6%，大概率凭借服务业贡献拉动。零售业来看，各类消费追求显现仍存在分歧，主流的消费趋势聚焦于--成分（护肤品/饮料）、价值（酒类/乳制品/婴配粉/包装食品）和内容（化妆品/免税店/奢侈品/珠宝）。消费降级可能会进一步下沉，考虑到供应端开店扩产意愿有限，量增长或将成为大部分公司维持成长曲线的关键。相反，高端化趋势在出游零售相关的领域继续明显。成本效益将备受关注，并将成为盈利增长的主要支持。

高端化仍在有效赛道持续发生。明年必选商品的涨价道路将更加难走。组合升级在同品提价难度提升后将成为高端化的唯一动力，但仍将为茅台/华润啤酒/青岛/伊利/农夫山泉/珀莱雅/巨子生物等具有商品差异化的龙头企业带来机会。白酒品牌继茅台后或将逐一启动涨价，啤酒品牌在高基数下面临更大的挑战，而护肤品牌则将借助内容迭代实现升级。相对乐观的奢侈品牌（普拉达/新秀丽/周大福）的增长将由价格（相同单品中单位数增长）和销量（中国出游消费复苏带动的中单位数增长）共同推动。尽管来年增长将更常态化，但我们估计奢侈品牌仍然优于其他消费细分赛道。然而，当高端休闲消费持续转向海外时，免税板块可能继续承压。

成本效益备受关注。投入成本下降利好毛利率扩张将在 2024 年中进一步显现。根据我们的敏感度分析，啤酒厂对这一趋势最为敏感。在运营方面，削减行政成本成主流举措，而营销支出则是总体规划中的摇摆因素。

龙年对生育率的影响微弱。据我们的观察，生育率上升与中国龙年生肖之间的相关性较低。我们宏观分析预测 2023/24/25 年新生儿数量将稳步增长 820 万/800 万/750 万。考虑到婴儿潮转化为企业利润所需的时间，奶粉行业仍难以在 2024 年实现颠覆性复苏。

个股及赛道推荐顺序调整。定价能力的下滑或已诱发新一轮的估值下调，后续盈利预测调整或加剧市场波动。我们看好：1) 受益于中国出境游客消费力不减的区域性精品零售商；2) 仍有价格上行动力的食品饮料行业；3) 现金流健康和分红政策友好的企业。茅台（涨价和分红政策企稳）是我们的首选，其次是伊利（盈利预期趋于稳定）和新秀丽（涨价和区域支持）。([链接](#))

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	16,646	-1.09	-15.85
恒生国企	5,703	-1.01	-14.94
恒生科技	3,760	-1.86	-8.94
上证综指	3,023	-0.29	-2.15
深证综指	1,882	-0.34	-4.76
深圳创业板	1,909	-0.90	-18.66
美国道琼斯	36,204	-0.11	9.22
美国标普 500	4,570	-0.54	19.02
美国纳斯达克	14,185	-0.84	35.53
德国 DAX	16,405	0.04	17.82
法国 CAC	7,333	-0.18	13.27
英国富时 100	7,513	-0.22	0.82
日本日经 225	33,006	-1.27	26.49
澳洲 ASX 200	7,064	-0.12	0.37
台湾加权	17,421	-0.10	23.23

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	28,855	-0.55	-11.07
恒生工商业	9,132	-1.52	-16.34
恒生地产	17,305	-0.47	-33.55
恒生公用事业	29,822	-0.07	-19.03

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	7.2
深港通 (南下)	3.0
沪港通 (北上)	7.4
深港通 (北上)	1.5

资料来源: 彭博

公司点评

■ 贵州茅台 (600519 CH, 买入, 目标价: 2,219 元人民币) - 2024 年必选消费首推

在行业遇冷周期内, 茅台实现率先涨价, 强化了其稳居高端白酒市场头部的地位并打破了市场对于公司市场化定位的担忧。收入来看, 虽然自提价举措后暂没有出现渠道囤货以及集中订购现象, 我们认为, 这次较平稳的渠道涨幅(提价发布 30 天后, 终端价格上涨约 0.7%, 而上轮提价 30 天后终端涨价幅度达到 11.5%) 是由于直销渠道兴起叠加白酒行业进入年度淡季所致, 终端价格上涨还需一段时间反应。利润来看, 预计公司在 2024 年中, 可以做到渠道利差压缩, 与经销商利润再分配并持续实现直营引流。展望下一阶段, 我们认为, 公司有实力利用品牌影响力再度实现量价齐增并利润增速高于收入增速, 并在未来持续改善运营机制。

提价有望打破行业下行周期。中长期看, 茅台提价对行业有领头羊作用, 其他品牌的高端及次高端产品在中长期内的发展提供了更大的向上发展空间。短期内来看, 市场信心被提振, 随着贵州茅台 2023 年 11 月 1 日将“飞茅”出厂价提升 20% 以后, 市场有多个关于白酒品牌提价的消息传出, 高端市场中, 对于“五粮液八代”和“国窖 1573”, 五粮液及国窖均回应称, 对提价保持观望态度。11 月初, 五粮液曾否认过内部讨论提价传闻, 并称正大力研发满足年轻消费者的低度酒。而 11 月末, 有五粮液大商透露, 公司旗下核心大单品“五粮液八代”将提价 100-200 元, 提价幅度为 10-20%。11 月 1 日, 泸州老窖的腰部产品--三款不同度数的 500ml “60 版特曲”经销商结算价均上调 20 元左右, 上调幅度为 4%-5%, 公司日常化的价格调整措施仍在实行; 11 月末, 公司公告称, “价格倒挂”现象在预计范围内, 公司没有针对“国窖 1573”的价格调整计划。11 月末, 洋河旗下头牌酒“40.8 度苏酒·头排酒”出厂价提升 3%。我们认为, 酒企的决策侧面隐含了供应端提价动力仍然偏弱, 中高端白酒消费需求遇冷趋势延续。

展望明年, 结构性机会仍然存在, 终端零售价有攀升的可能。在当前白酒价格倒挂加剧市场中, 酒企提价需首先解决渠道库存积压量大的问题。鉴于高端白酒市场产量依然有限, 且各品牌市场地位相对稳定, 叠加监管层面或有对于行业高质量发展的支持, 我们预计, 高端白酒实现提价可能较高。同时, “弱复苏, 强分化”的行业发展态势或仍将延续。

特别分红方案对股价有提振作用。茅台公告将派发特别股息, 每股派发现金红利 19.11 元人民币。以此计算合计拟派发现金红利 240 亿元人民币。连同年终派息, 我们预计 2023 年终分红率将达到 76.1%。

盈利预测调整。综上, 我们分别调高 2024-25 年度收入/净利润预测约 5%/7%。

估值。我们中长期看好茅台作为龙头企业受益于提价后对利润收入的利好。维持公司“买入”评级, 目标价 2,219 元人民币, 基于 38 倍 2023 年预测市盈率, 对应 2018 年以来均值。(链接)

■ 药明生物 (2269 HK, 买入, 目标价: 44.66 港元) - 2023: 转型之年

药明生物召开业务更新电话会议, 管理层预计 23 年全年收入同比增长 10%, 经调整净利润同比单位数下降(此前指引为收入增长 30%, 经调整净利润增长 25-26%)。管理层同时预计收入/经调整净利润在 24 年双位数增长(10-20%)、在 25 年增长 30%。

商业化项目将获得更多全球市场份额。尽管有 3 个重磅 CMO 项目由于客户原因推迟，公司仍预计 23 年 CMO 项目数达到 21-23 个、25 年达到 32-38 个。公司现已为全球前 30 大畅销药物中的三个提供生产服务，管线中另有多个潜在峰值销售额达到 10 亿/30 亿/50 亿元的项目，管理层目标 CMO 的全球市占率在 25 年达到 10-15%，相比现阶段的个位数市占率有明显提升。

成熟的全球生产网络支持长期业务增长。疫情期间，药明生物成功在海外搭建起从 NDA 到 BLA 的整套研发生产能力，与国内产能形成“全球双工厂”。其海外最大的工厂爱尔兰工厂预计从 24 年开始商业化生产，并在当年达到盈亏平衡。我们预期公司的全球生产网络将使公司更好的满足多元化的全球客户需求。

维持药明生物买入评级，目标价 44.66 港元。我们预计药明生物 2023E/24E/25E 收入增速为 10.2%/15.4%/29.0%，经调整归母净利润增速为 -7.9%/13.1%/27.1%，对应现阶段股价的 PE 分别为 28x/25x/20x。 ([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)		股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E	
持仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	35.81	50.00	40%	55.6	35.1	5.8	18.1	0.0	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.18	14.00	71%	22.0	15.9	0.9	4.7	2.3%	
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	13.74	16.10	17%	12.8	10.7	1.4	11.3	3.0%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	48.26	70.00	45%	14.4	12.4	2.9	21.7	1.3%	
华润电力	836 HK	能源	买入	14.66	22.53	54%	5.1	4.3	0.7	14.6	7.8%	
华润燃气	1193 HK	能源	买入	24.00	35.48	48%	8.0	6.9	1.2	11.2	5.9%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.75	14.26	46%	6.4	5.6	2.1	34.1	12.0%	
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.33	1.84	38%	16.0	41.9	2.5	8.4	1.0%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.17	6.71	30%	76.2	61.4	16.3	23.0	0.2%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1750.71	2440.00	39%	29.5	25.4	9.5	33.0	1.8%	
信达生物	1801 HK	医药	买入	42.30	57.35	36%	N/A	N/A	5.9	N/A	0.0	
友邦保险	1299 HK	保险	买入	63.70	118.00	85%	91.0	79.8	15.0	11.3	0.4%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	315.40	465.00	47%	17.9	15.1	3.2	15.5	0.7%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	142.83	142.60	0%	26.0	19.7	9.6	41.4	0.0%	
网飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	453.90	512.00	13%	270.3	209.9	63.9	25.0	0.0%	
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	54.15	97.00	79%	N/A	N/A	4.5	7.7	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	27.40	45.10	65%	5.5	5.0	0.7	13.3	5.8%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.65	44.20	35%	17.0	13.5	2.3	13.4	1.0%	
中际旭创	300308 CH	科技	买入	102.78	109.30	6%	48.3	35.4	5.9	12.6	0.3%	
金蝶	268 HK	软件与IT服务	买入	10.36	17.00	64%	N/A	N/A	4.7	N/A	0.0	

资料来源：彭博、招銀国际环球市场研究(截至2023年12月4日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 4/12/2023

板块(交易额占比, 交易额买卖比例)



注:

- “交易额占比”指该板块交易额占所有股份交易额之比例
- 绿色代表当日买入股票金额≧总买卖金额的55%
- 黄色代表当日买入股票金额占总买卖金额比例>45%且<55%
- 红色代表当日买入股票金额≧总买卖金额的45%

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应通过美国注册的经纪交易商进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。